

分析师： 严鹏 (8621) 68751070 yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120009

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

氯吡格雷仍将高速增长，新品种上市将提升估值

事件描述

近日，我们调研了深圳信立泰药业，与公司高管就经营状况、发展前景进行了交流，主要内容如下。

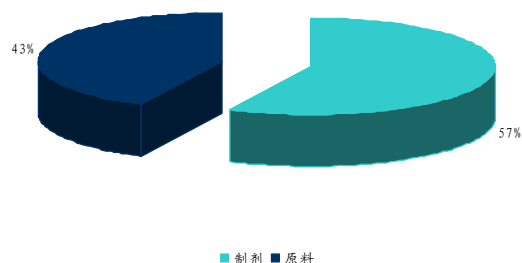
事件评论

第一，氯吡格雷短期降价压力有限，仍将高速增长

国家对基本药物、医保目录药物降价将常态化，长期来看，药品不论品种、规格，价格都是下行趋势。但目前氯吡格雷生产厂家较少，只有赛诺菲和信立泰两家，而临床应用非常重要，竞争品种又比较少，因而，短期内大幅降价的可能性不大。

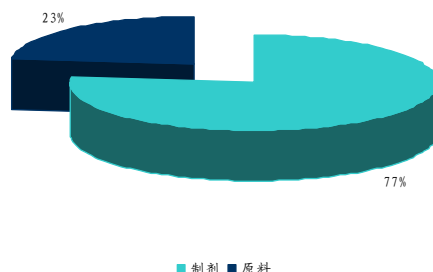
基于目前国家药监局查询的氯吡格雷制剂申报情况来看，我们认为国内氯吡格雷制剂 2-3 年内竞争压力不大。经过近 8 年的市场推广，公司已经形成了比较强的营销体系，在市场竞争中有先发优势；另外，由于心脏支架手术相对高端，医生对抗凝药物的选择比较慎重。

图 1：2010 年中期公司收入构成



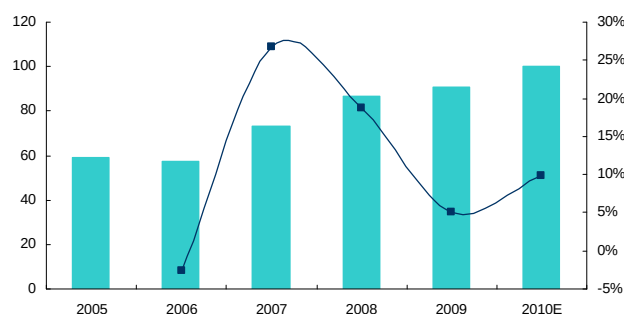
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2010 年中期公司毛利构成

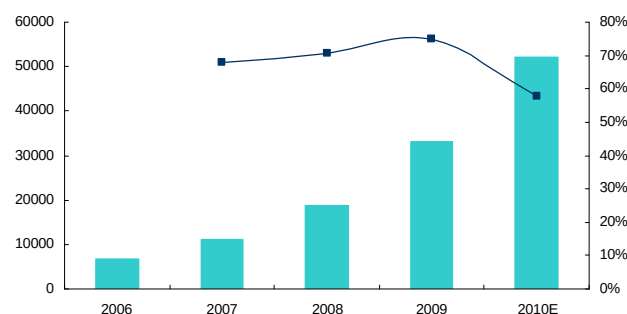


资料来源：Wind，长江证券研究部

公司主导产品正在申请海外规范市场的制剂认证，目前进展顺利，预计将随新厂区的建设而取得突破。

图 3: 2005-2010E 全球氯吡格雷销售额 (单位: 亿美元)


资料来源: IMS, 长江证券研究部

图 4: 2006-2010E 泰嘉销售额 (单位: 万元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部, 注: 按出厂价计算

赛诺菲的氯吡格雷全球专利过期后, 公司仍会以制剂销售为主攻方向, 不会对外销售原料药。目前公司原料药生产线技改后, 已能满足今明两年的需求。大亚湾原料药项目投产后, 将基本满足未来 5-6 年的需求。

表 1: 国内企业硫酸氢氯吡格雷获批情况

种类	国药准字	企业
原料药	H20103664	浙江车头制药有限公司
原料药	H20103577	苏州天马医药集团天吉生物制药有限公司
原料药	H20103599	成都名阳药业有限公司
原料药	H20103390	江苏正大天晴药业股份有限公司
原料药	H20103324	河南帅克制药有限公司
制剂	H20000542	深圳信立泰药业股份有限公司
原料药	H20000541	深圳信立泰药业股份有限公司

资料来源: SFDA, 长江证券研究部

第二, 比伐卢定处于报产阶段, 今年下半年有望上市销售

比伐卢定 (bivalirudin, 商品名: Angiomax) 是 The Medicines 公司研发的一种直接且可逆的凝血酶抑制剂, 于 2000 年批准在美国上市。其活性成分为水蛭素衍生物片段, 通过直接并特异性抑制凝血酶而发挥抗凝作用。临床研究显示, 比伐卢定治疗效果确切, 且出血时间的发生率较低, 比传统的肝素抗凝治疗更为安全。

公司的比伐卢定属于国内首仿, 现处于报产阶段, 我们预计年内上市销售的可能性非常大。目前还没有其他生产企业报产, 公司将通过氯吡格雷的销售队伍来推广, 但由于适应症及用药时间不同, 并不会与氯吡格雷产生竞争。相反, 通过现有营销团队的搭载, 能够较快的放量, 如能在 2011 年上半年取得生产批件, 预计 2012 年将贡献利润。

比伐卢定若能上市销售, 将丰富公司心血管产品线, 是新的利润增长点。

表 2: 2007-2009 年公司主要产品销售规模

产品	2007 年	2008 年	2009 年
----	--------	--------	--------

泰嘉(硫酸氢氯吡格雷)	1.1 亿	1.9 亿	约 3.3 亿
信达怡(盐酸贝那普利)	1000 万	2000 万	3000 万
信立威(注射用 盐酸头孢吡肟)	3600 万	4300 万	4600 万
信立欣(注射用头孢呋辛钠)	4100 万	4400 万	7500 万
信希汀(注射用头孢西丁钠)	1500 万	3800 万	6000 万

资料来源：长江证券研究部，注：按出厂价计算

第三，高端医疗器械研发进展顺利，值得市场预期

公司持股 100%的信立泰生物医疗工程有限公司，主要进行 II 类及 III 类医疗器械的开发，以自主研发为主。高端医疗器械研发进展顺利，已经申请了一些专利（如申请号：200910246768.6，专利名称：药物洗脱支架及其制备方法；申请号：200920155600.X，专利名称：冠状支架），乐观预计未来 2-3 年有可能取得生产批件。届时，高端医疗器械将能与心血管药物形成良好互动，借助其业已形成的营销体系实现快速放量。

第四，预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.53 元、2.15 元，首次给予“谨慎推荐”评级

公司未来发展仍会继续专注心血管和新型头孢类抗生素，以及创新药物的研发与销售，特别是创新型药物将会是公司发展的重点。

我们认为国内氯吡格雷制剂 2-3 年内竞争压力不大，仍将保持高速增长；比伐卢定目前处于报产阶段，下半年上市销售，2012 年将贡献利润；高端医药器械研发有望取得突破，将显著提升公司估值水平。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 1.53 元和 2.15 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	850	1305	1797	2370	货币资金	1164	1397	1704	2139
营业成本	376	551	746	981	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	473	754	1051	1389	应收账款	201	257	354	466
% 营业收入	55.7%	57.8%	58.5%	58.6%	存货	150	211	286	376
营业税金及附加	1	1	1	2	预付账款	70	55	74	98
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	169	261	359	474	流动资产合计	1595	1935	2439	3107
% 营业收入	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	53	78	108	142	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	-5	-6	-7	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	189	183	174	152
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	246	418	588	778	其他非流动资产	-18	-18	-18	-18
% 营业收入	28.9%	32.1%	32.7%	32.8%	资产总计	1772	2101	2596	3242
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	249	418	588	778	应付款项	82	75	102	134
% 营业收入	29.3%	32.1%	32.7%	32.8%	预收账款	9	13	18	24
所得税费用	34	56	79	105	应付职工薪酬	14	16	22	29
净利润	216	362	509	673	应交税费	15	6	9	12
归属于母公司所有者的净利润	215.7	347.1	488.1	645.5	其他流动负债	26	53	73	96
少数股东损益	0	15	21	27	流动负债合计	146	165	224	295
EPS (元/股)	0.95	1.53	2.15	2.84	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	134	310	406	549	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	149	168	227	298
收回现金					归属于母公司	1621	1916	2331	2880
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	17	37	64
固定资产投资	-136	-29	-32	-24	股东权益	1623	1933	2369	2944
其他	3	0	0	0	负债及股东权益	1772	2101	2596	3242
投资活动现金流净额	-133	-29	-32	-24	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	1156	0	0	0	EPS	0.950	1.529	2.150	2.844
银行贷款增加 (减少)	-44	0	0	0	BVPS	14.29	16.89	20.54	25.37
筹资成本	3	-47	-68	-90	PE	70.68	43.93	31.24	23.63
其他	-13	0	0	0	PEG	1.60	1.00	0.71	0.54
筹资活动现金流净额	1101	-47	-68	-90	PB	4.70	3.98	3.27	2.65
现金净流量	1103	234	307	435	EV/EBITDA	54.15	30.86	21.73	16.07
					ROE	13.3%	18.1%	20.9%	22.4%

分析师介绍

刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事化学制剂、原料药行业研究；
严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为医药行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。